

# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

## In Kürze

- Der Niedergang der SAirGroup war keine schöpferische Zerstörung à la Schumpeter, denn die wesentlichen Unternehmensbestandteile leben in verblüffend ähnlicher Form weiter. Allerdings war der Kollaps mit einem kreativen Akt verbunden: Das handlungsunfähige Management verlor sämtliche Funktionen.
- Unser Eindruck verdichtet sich, dass die Führungscrew der SAirGroup Anleihen nach ihrem Belieben einsetzte, ohne die Bondholder in ihrer wichtigen Rolle als Investoren (Stakeholder) anzuerkennen. Vom Strafprozess haben wir keine neuen Erkenntnisse gewonnen.
- Trotz erstinstanzlichen Freisprüchen stehen die Chancen gut, dass die nächst höhere Instanz bei bestimmten Anklagepunkten zu einem anderen Urteil im Strafverfahren gelangen wird. Die Zivilverfahren laufen derweil ungedindert weiter. Zudem wird eine zweite Prozesswelle zum Thema Rechnungslegung vorbereitet.
- Bis heute ist nicht geklärt, weshalb der Finanzprofi Mario Corti 2001 keine Finanzierungslösung für die SAirGroup zustande gebracht hat. Nach dem Lohnvorbezug hat Corti ohne Existenzdruck gehandelt. Die Entlohnung «up-front» setzte falsche Anreize und war für das Erreichen des zeitkritischen Turnarounds abträglich. Der überwiegende Teil der Entlohnung hätte erst am Schluss, also «back-end», nach dem Erreichen von vereinbarten Zielen ausbezahlt werden sollen.
- Dass Mario Corti beim Milliardenkredit die genauen Vertragsinhalte (Kreditkonditionen) nicht gekannt haben soll, ist wenig glaubhaft. Vor dem Bezirksgericht Bülach setzte der Beklagte Corti, wie wir anhand eines Beispiels zeigen, auf die Strategie «das eine sagen und das andere verschweigen». Das Richter haben oft nicht nachgehakt. Das könnte mit den mangelnden Kenntnissen hinsichtlich Rechnungslegung und Kreditanalyse zusammenhängen.
- Auch in Liquidationsverfahren spielt die Strategie der Liquidatoren eine wichtige Rolle. Im Gegensatz zu Beispielen im Ausland, ist in der Schweiz oft von «clean» und «korrekt» die Rede. Leider wird diese nüchterne und «schonende» Strategie (Sachlichkeit) von einer gewissen Erfolglosigkeit begleitet.
- Die SAirGroup-Nachlassliquidation leidet unter Timing-Problemen. Während auf der einen Seite die Vermögenswerte (zu) schnell und mitten in der Wirtschaftskrise zu Tiefstpreisen verkauft wurden, verzögert sich auf der anderen Seite die Auszahlung einer ersten Nachlassdividende immer wieder von neuem. Die Nachlassdividende hätte während der Börsenhausse sehr gewinnbringend reinvestiert werden können.
- Special Situation Funds haben in den letzten Jahren ihren Anteil an SAirGroup-Forderungen sukzessive ausgebaut. Zu den bedeutendsten Verkäufern gehören Institutionelle wie z.B. Pensionskassen.
- Die Markenanlehnung der SWISS an die einstmalige stolze Swissair könnte nicht grösser sein. Es ist nicht klar, wie vehement und professionell die Markenrechte verteidigt werden.
- Der Insider-Problematik in Insolvenzverfahren (im weiteren Sinne) muss mit einer umsichtigen Kommunikationsstrategie begegnet werden. Die Informationsasymmetrien scheinen im Fall SAirGroup hoch zu sein. Die Liquidationsorgane sind gefordert, alle Geschädigten zeitgleich und umfassend zu informieren.
- In Insolvenzverfahren kommt es regelmässig zu aussergerichtlichen Vergleichen. Auch im Fall SAirGroup dürfte es zu solchen Lösungen kommen.



# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

## Gerichtsverfahren: Rechtliche Klärung notwendig

### Erstinstanzlicher Freispruch

Die erste Instanz im Strafprozess um die kollabierte Swissair-Gruppe (SAirGroup), das Bezirksgericht Bülach, hat am 7. Juni 2007 alle 19 Angeschuldigten von sämtlichen Anklagevorwürfen freigesprochen. Den Angeklagten werden Prozessentschädigungen zugesprochen. Die Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich hatte den Angeklagten Gläubigerschädigung, ungetreue Geschäftsbesorgung, Misswirtschaft, Gläubigerbevorzugung und Urkundenfälschung vorgeworfen. Sie hatte Freiheitsstrafen zwischen 6 und 28 Monaten sowie hohe Geldstrafen beantragt. Die Geschädigten hatten den Prozessausgang mit grosser Spannung verfolgt. Dies insbesondere wegen Fragen zum Verschulden der Angeklagten im Hinblick auf die Zivilverfahren. In den Zivilprozessen geht es um sehr viel Geld. Im Gegensatz zum Strafverfahren muss den Beklagten bei Zivilverfahren kein Vorsatz, sondern lediglich Fahrlässigkeit nachgewiesen werden.

### Zwischenresultat

Visual Finance hat die öffentliche Urteilsverkündung mitverfolgt. Nur wenige Minuten nach Beginn eröffnete der Gerichts-Vizepräsident, Andreas Fischer, die Urteile. Es herrschte eine seltsame Stille im Saal nachdem bereits nach wenigen Augenblicken feststand, dass ein Freispruch auf der ganzen Linie erfolgen würde. Das Bezirksgericht hält in einer schriftlichen Mitteilung zu den Urteilen fest (Auszug): *«Die ausnahmslosen Freisprüche erfolgten vor allem aus rechtlichen Gründen. Zahlreiche der von den angeklagten Verwaltungsräten und Kadermitarbeitern vorgenommenen Transaktionen waren – aus damaliger Sicht – wirtschaftlich vertretbar und sind vor dem Hintergrund der im nachhinein erfolglosen Sanierungsbemühungen für den angeschlagenen Konzern zu würdigen. Teilweise fehlte es auch am Nachweis durch die Staatsanwaltschaft, dass die vorgeworfenen Handlungen tatsächlich zu einem Schaden bei der SAirGroup führten».*



### Schellenberg-Berichte als Hypothek

Was sich schon während den Gerichtsverhandlungen ankündigte, hat sich bestätigt: Die von der Verteidigung in ihren Plädoyers arg zerzausten Schellenberg-Berichte zum Thema Überschuldung wurden vom Bezirksgericht nicht als Gutachten im Sinne der Prozessordnung anerkannt. Hier muss sich die Staatsanwaltschaft den Vorwurf gefallen lassen, einen strategischen Fehler begangen zu haben. Auch wenn es schwierig ist, kompetente und unabhängige Dritte für Gutachten auf dem Gebiet der Rechnungslegung zu finden, hätte sie hier zwingend ein intensives Such- und Auswahlverfahren nach strengen Entscheidungskriterien durchführen müssen. Der Überschuldungsfrage kommt allerhöchste Bedeutung zu. Wir können uns gut vorstellen, dass die effektive Überschuldungssituation schon vor dem Grounding eintrat. Darauf deuten die sehr tiefen Verkaufserlöse hin, die aus der Verwertung der Aktiven resultierten.

### Kläger gehen in die Berufung

Die Strafverfolgungsbehörde und Geschädigtenvertreter haben bereits wenige Tage nach dem erstinstanzlichen Urteil bekannt gegeben, dass sie in die Berufung gehen werden. Dabei wird die schriftliche Urteilsbegründung der Zürcher Staatsanwaltschaft wertvolle Anhaltspunkte liefern, bei welchen Anklagepunkten sie sich vor der zweiten Instanz, dem Zürcher Obergericht, gute Chancen für eine Verurteilung ausrechnen kann.

### Intakte Chancen vor dem Obergericht

Im Nachhinein scheint die Freisprechung der Angeklagten vor der ersten Instanz gar nicht so nachteilig. Denn das Bezirksgericht in Bülach hat schonungslos aufgezeigt, wo die Schwach- und Knackpunkte der Anklage liegen. Es ist nun an der Staatsanwaltschaft im Sinne von *«Reculer pour mieux sauter»* ihre Prozessstrategie dem bisherigen Verlauf anzupassen und zu verfeinern. Wir stufen die Wahrscheinlichkeit als hoch ein, dass das Obergericht bei dem einen oder anderen Anklagepunkt zu einem anderen Urteil als die Vorinstanz gelangen wird. Das Obergericht in Zürich hat bereits signalisiert den Fall SAirGroup speditiv bearbeiten zu wollen, denn es droht die Verjährung. Ein späterer Weiterzug an das Bundesgericht ist wahrscheinlich. Die Urteile werden erst rechtskräftig, wenn keine Einsprachen erfolgen bzw. der Straftatbestand verjährt.

### Zweite Prozesswelle im Ansturm

Die Staatsanwaltschaft hat bekannt gegeben, dass sie ein zweites Strafverfahren mit dem Fokus Rechnungslegung anstrebt.

## SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

Eine entsprechende Anklageerhebung dürfte kaum vor Frühjahr 2008 erfolgen. Aus der ersten Prozesswelle wird die Staatsanwaltschaft wichtige Lehren ziehen können (Stichwort: Schellenberg-Berichte).



zu halten? Dass es zu Sondierungsgesprächen gekommen ist, ist gut möglich. Eine Summe in der Grössenordnung von CHF 100 Mio. erachten wir jedoch als viel zu tief; dies vor allem in Anbetracht der exorbitanten Forderungsverluste. Wir sind der Meinung, dass die Liquidationsorgane zu derart niedrigen Vergleichssummen niemals einwilligen werden: Die Kritik der Gläubiger wäre zu heftig. Kommt dazu, dass der Liquidator Karl Wüthrich in einem Interview mit der «NZZ am Sonntag» an der These festhält, dass die SAirLines und die SAirGroup – falls richtig bilanziert worden wäre – bereits zu einem früheren Zeitpunkt insolvent gewesen wären. Die Überschuldungsfrage ist von grösster Bedeutung! Dass die einstige Revisionsgesellschaft der SAirGroup, die PriceWaterhouseCoopers (PWC), die Herausgabe von Akten blockiert, wirft leider kein gutes Licht auf die Prüfungsgesellschaft. Es nährt den Verdacht, dass bei der Revision der SAirGroup Fehler begangen wurden.

### Schwerfällige Zivilverfahren

Die Zivilverfahren stellen einen separaten Zweig innerhalb der Rechtsordnung dar. Die Verjährungsproblematik ist in Zivilprozessen verglichen mit Strafprozessen von geringerer Bedeutung. Die Verfahrensdauer ist dafür ausgesprochen lang. Der Prozessablauf wirkt sehr schwerfällig; auch im Vergleich zum Strafprozess. Bedauerlich ist, dass es im Fall der SAirGroup selbst für die betroffenen Gläubiger (Geschädigten) schwierig ist, einen umfassenden Überblick zum Status der Zivilverfahren zu erhalten ([www.liquidator-swissair.ch](http://www.liquidator-swissair.ch)). Eine tabellarische Zusammenstellung würde hier gute Dienste leisten. Bei den Verantwortlichkeitsansprüchen geht es um die Roscor-Transaktion und die Rekapitalisierung der Sabena im Jahre 2001. Ferner wurden Klagen im Zusammenhang mit Anfechtungsansprüchen eingereicht.

### Der aussergerichtliche Vergleich

Viele Zivilprozesse enden nicht mit einem Urteil, sondern mit einem Vergleich. Unter Vermittlung des Richters schliessen Kläger und Beklagte einen Vertrag (Vergleich) ab. Obschon die Interessen der verschiedenen Geschädigten-Gruppen der SAirGroup nicht absolut deckungsgleich sind, dürfte es auch in diesem Fall am Schluss zu Vergleichslösungen kommen. Da es um verschiedene (Verschuldens-)Fragen und enorm viel Geld geht, ist das Verhandlungsdossier ausserordentlich komplex. In den Medien wird darüber spekuliert, dass der SAirGroup-Liquidator Karl Wüthrich bereits mehrmals mit Prof. Dr. Peter Nobel, dem Koordinator der Beklagten, entsprechende Verhandlungen geführt haben soll. Es ist von CHF 100 Mio. die Rede. Was ist davon

### Mario Corti: Nach Lohnvorbezug ohne Existenzdruck gehandelt

#### Wie der Finanzprofi dem Gericht vorrechnete

Das eine sagen und das andere verschweigen: So könnte man die Strategie bestimmter Angeklagter umschreiben, die ihre Unschuld und ihre Fachkundigkeit nur selten mit Zahlen zu untermauern versuchten. Hier eines der seltenen Zahlenbeispiele: Wir schreiben den 5. Prozesstag. Der ehemalige CEO, VR-Präsident und Delegierte des VR der SAirGroup, Mario Corti, steht für die Befragung dem Gericht Red und Antwort. Corti wurde 2001 mit einer grossen operativen und strategischen Machtfülle ausgestattet. Er war der unumstrittene Chef auf der Kommandobrücke. Für unser Beispiel stützen wir uns auf die allererste Rechenzahl, die der Angeklagte Corti (VR-Mitglied ab 2000) gegenüber dem Gericht am 22 Februar 2007 einbringt (gemäss den Prozessnotizen der Gerichtsbeobachterin des Schweizer Fernsehens SF 1). Die Frage des Gerichts lautete: «Ist der VR im Laufe des Jahres 2000 zum Schluss gekommen, dass ein Sanierungskonzept notwendig ist?» Corti antwortet vorerst nicht direkt auf diese Frage. Er zieht es (minutiös vorbereitet) vor, die erste Zahl aus seinem Köcher zu ziehen. Er antwortet in seiner gewohnt gepflegten Art: «Sie gestatten mir eine Bemerkung. Es wird immer von „massivem Liquiditätsabfluss“ gesprochen. Aber in 2000 schlossen wir mit 3548 Millionen ab. Der Bestand an flüssigen Mitteln stieg um fast eine Milliarde an.» Was ist von dieser Aussage von Herrn Corti zur Liquiditätssituation der SAirGroup zu halten?

# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

CHF million	2000	1999	Change
<b>Assets</b>			
Liquid assets and securities	3'548	2'597	36.6%
Accounts receivable	2'645	2'438	8.5%
Inventories	513	456	12.5%
Prepaid expenses	495	495	0%
<b>Current assets</b>	<b>7'201</b>	<b>5'986</b>	<b>20.3%</b>
Intangible assets	2'274	1'767	28.7%
Real estate	1'712	1'583	8.1%
Aircraft fleet	5'517	4'671	18.1%
Other tangible fixed assets	752	591	27.2%
Financial assets	2'759	3'256	(15.3%)
<b>Fixed assets</b>	<b>13'014</b>	<b>11'868</b>	<b>9.7%</b>
<b>Total assets</b>	<b>20'215</b>	<b>17'854</b>	<b>13.2%</b>

Zweifelsohne kommt einer genügend hohen Liquidität eine hohe Bedeutung zu. Sie ist etwa vergleichbar mit der Notwendigkeit von Sauerstoff für Menschen (oder Kerosin für Flugzeuge). Die Aussagen von Mario Corti führen Nicht-Bilanzgebübe jedoch auf eine falsche Fährte. Was Corti nämlich ganz bewusst verschwiegen hat, ist, dass die kurzfristigen Verbindlichkeiten 2000 noch viel stärker angewachsen sind; nämlich um CHF 1.669 Mrd auf CHF 4.624 Mrd. Damit hatte sich auch die Relation kurzfristige Aktiven/kurzfristige Passiven von 1.216x (1999) auf spärliche 1.04x (2000) verschlechtert! Das heisst, dass die kurzfristigen Verbindlichkeiten bereits Ende 2000 nur noch hauchdünn durch kurzfristiges Vermögen gedeckt waren und eine Liquiditätsspritze offensichtlich dringend nötig war. Zusammen mit der ausgewiesenen Eigenmittelquote von unter 6% war die Situation der SAirGroup extrem angespannt. Dass die Richter bei der Aussage von Mario Corti zur Liquidität der SAirGroup nicht nachgehakt haben, ist symptomatisch für die Schwierigkeiten des Gerichts in Rechnungslegungsfragen und mit Kreditkennziffern.

CHF million	2000	1999	Change
<b>Current liabilities</b>	<b>4'624</b>	<b>2'955</b>	<b>56.5%</b>
Accrued liabilities	2'303	1'968	17.0%
Non-current liabilities	8'161	6'853	18.1%
Provisions	3'775	1'685	124.0%
<b>Liabilities</b>	<b>18'863</b>	<b>13'461</b>	<b>40.1%</b>
Minority interests	192	212	(8.4%)
Share capital	877	877	0%
Share premium	867	911	(4.8%)
Reserves & profit brought forward	2'366	2'291	3.3%
Own shares	(65)	(171)	(62.0%)
Net result for the year	(2'885)	273	n/a
<b>Shareholders' equity</b>	<b>1'160</b>	<b>4'161</b>	<b>(72.3%)</b>
<b>Total liabilities &amp; shareholders' equity</b>	<b>20'215</b>	<b>17'854</b>	<b>13.2%</b>

Dieses Beispiel aus der Welt der doppelten Buchhaltung ist beispielhaft für wie selbstsicher und eindimensional der Angeklagte Corti Dinge mitunter Sachverhalte vor Gericht darzustellen pflegte. Zusammen mit der Aussage von Herrn Thomas Schmidheiny an einer anderen Stelle *«Ich bin kein Buchhalter, es ist nicht die Aufgabe eines VR die Zahlen zu überprüfen»* entsteht ein wenig schmeichelhaftes Bild in Sachen Bilanzierungssicherheit.

## Der Milliardenkredit, der nie kam

Neben der Überschuldungsfrage stehen im Strafverfahren vor allem die Aussagen von Mario Corti im Zusammenhang mit einem Milliardenkredit im Fokus der Anklage. Corti hatte die Öffentlichkeit 2001 mehrmals über einen Milliardenkredit informiert, der effektiv nie gezogen werden konnte. Die Staatsanwaltschaft sieht durch die gemachten öffentlichen Verlautbarungen den Strafbestand *«Unwahre Angaben über kaufmännisches Gewerbe»* als erfüllt. Weshalb sind Informationen über Kreditzusagen für die Stakeholder von krisengeschüttelten Firmen so wichtig? Die Antwort ist einfach: Alle Anspruchsgruppen (Mitarbeitende, Kunden, Lieferanten, Aktionäre, Gläubiger, Staat) bilden mit der Unternehmung eine Schicksalsgemeinschaft. Sie sind am Weitergang, dem *«Going Concern»*, interessiert. Schafft eine in Schiefelage geratene Firma mit akuten Liquiditätsproblemen nicht intern flüssige Mittel zu mobilisieren (z.B. mit einer Aktienkapitalerhöhung), kommen als externe Finanzierungslösungen vor allem Kredite in Frage (einfacher und schneller strukturierbar als Anleihen). Aus einer langjährigen Erfahrung mit Bonitätsbeurteilungen wissen wir, dass die Gewährung von Krediten in Notsituationen einen entscheidenden *«Trigger»* darstellt. Ein Kredit kann alles auf den Kopf stellen: Er hilft die Illiquidität zu beseitigen und wendet eine akute Insolvenzgefahr ab. Mit dem Zeitgewinn wird der Weg für die Realisierung von Sanierungsmassnahmen geebnet. Ein Kredit kann also absolut matchentscheidend sein. Diesbezügliche Verlautbarungen, die nicht auf Fakten basieren und dazu führen, dass sich die Stakeholder in falscher Sicherheit wiegen, sind in unverantwortlich und rechtlich zu ahnden. Weil die SAirGroup-Gläubiger nach den Veröffentlichungen von Mario Corti zu Recht an eine Entspannung der Situation glaubten, sind die Kurse der SAirGroup-Anleihen jeweils markant gestiegen (Bsp. Wandelanleihe 0.125% SAirGroup 1998-2005: Valor 917304). Der Trend fallender Obligationenkurse wurde 2001 jeweils für kurze Zeit unterbrochen: Die Mitteilungen von Mario Corti zum Milliardenkredit lösten die entsprechenden Kurserholungen aus. Im Visier stehen unter anderem folgende Äusserungen:

- **Generalversammlung vom 25.4.2001**  
*«Liquiditätssicherung durch neue Kreditlinie von CHF 1,0 Mrd. mit Citibank, CSFB, Deutsche Bank»*

# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

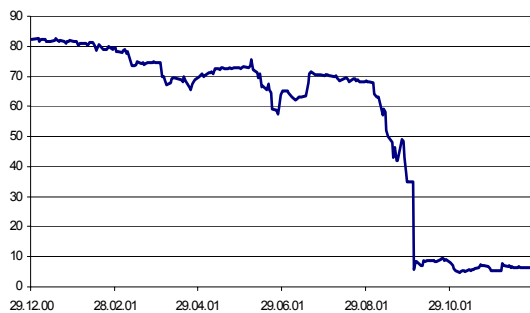
- **Erklärung im Anhang zum Bulletin vom 12.7.2001**

«Eine Überbrückungskreditlinie von 1 Milliarde Schweizer Franken, abgeschlossen mit drei unserer Hausbanken (CSFB, Deutsche Bank und Citibank)» und «Die oben erwähnten Transaktionen haben mitgeholfen, die kurzfristige finanzielle Lage der Gruppe zu stabilisieren.»

## Knausern mitschuldig?

Hat Mario Corti seine Verhandlungsposition falsch eingeschätzt? Hat er und sein Finanzteam mit den Hausbanken zu sehr um Konditionen (Klauseln, Zinshöhe etc.) gefeilscht oder geknausert? Die SAirGroup hatte übrigens die meiste Zeit von relativ günstigen Zinskonditionen (tiefen Risikoprämien) profitiert verglichen mit anderen Problemschuldern. Hat Mario Corti nach dem Vorbezug von CHF 12 Mio. (fünf Jahressaläre) zu wenig Druck verspürt, eine Finanzierungslösung durchzuboxen? Hat er die Kreditkonditionen der SAirGroup zu stark mit denjenigen seiner früheren Arbeitgeberin, der Nestlé (AAA-Schuldnerin), verglichen. War der persönliche Existenzdruck zu klein, um den raschen Abschluss zu suchen? Hat Mario Corti zu stark und zu lange auf sein bekanntes (Bank-)Beziehungsnetz gesetzt und versäumt alternative Drittlösungen zu suchen? Und wie glaubhaft ist es, dass ein so erfahrener Finanzprofi wie Corti die Vertragsdetails von Krediten nicht gekannt haben soll? Wahrscheinlich ist das Thema «Managerial Compensation» von einer grösseren Bedeutung im Falle der SAirGroup als bisher angenommen? Das würde bedeuten, dass es sich lohnen könnte die entsprechenden Vertragsklauseln anderer Problemfälle zu studieren. Bis heute ist nicht schlüssig geklärt, weshalb die lebensnotwendige Zuführung von Liquidität nicht realisiert wurde. Die Angeschuldigten haben bekanntlich im Strafverfahren unisono verneint, dass schon vor dem Grounding eine Überschuldungssituation vorgelegen hätte.

0.125% SAirGroup 1998-2005  
Kursverlauf Wandelanleihe



Der Börsenkurs der Wandelanleihe ([www.swx.com](http://www.swx.com)) stieg nach den Informationen von Herrn Corti anlässlich der Generalversammlung erstmals seit dem Jahresbeginn kontinuierlich an – von 65.5% bis auf 75.5% am 7. Juni 2001. Die SAirGroup-Aktien schossen am Tag nach der Generalversammlung um 9.91% in die Höhe. Nach dem 7. Juni 2001 ging es mit dem Wandelanleihen-Kurs wieder abwärts. Die Wandelanleihe fand wieder etwas Boden als Mario Corti am 12. Juli 2001 eine Erklärung zur Überbrückungskreditlinie verteilen liess. Der Wandelanleihen-Kurs erholte sich in den darauf folgenden Tagen – von 63% bis auf 70.65% am 25. Juli 2001 (Wendepunkt). Der Milliardenkredit konnte bekanntlich nicht, wie von der SAirGroup-Spitze suggeriert, in Anspruch genommen werden. In der Folge verloren die Wertpapiere der SAirGroup rapide an Wert.

## Keine Finanzierungslösung realisiert

Die akuten Liquiditätsprobleme und die hauchdünne Eigenmitteldecke waren bereits anfangs 2001 der gesamten SAirGroup-Crew bekannt. Es wäre die vordringlichste Aufgabe von Finanzprofi Mario Corti (ex CFO-Nestlé) gewesen eine Finanzierungslösung auf die Beine zu stellen, um die Zeit, beispielsweise bis zum Verkauf von flugnahen Betrieben, überbrücken zu können. Genügend Zeit hatte er. Weshalb wurden 2001 aber nur Schulden zurückbezahlt? Weshalb hat Mario Corti es nicht geschafft, ein Finanzierungspaket zu schnüren?

## Falsche Anreize für Turnaround-Management

In Notsituationen ist ein auf «Up-front»-Zahlungen (Vorauszahlungen) basierendes Entlohnungssystem, wie das unselige Ende der Swissair gezeigt hat, völlig ungeeignet. Vielmehr hätte eine Erfolgszahlung oder -Prämie am Schluss nach dem Erreichen von klar vereinbarten Turnaround-Zielen, also «back-end», erfolgen müssen. Vorauszahlungen senden überdies falsche Signale an die Stakeholder einer Unternehmung aus. Wahrscheinlich im Bewusstsein dessen wurde die Entschädigungsart der Öffentlichkeit nicht preisgegeben. Mario Corti verfügte bekanntlich über keine Erfahrung mit zeitsensitiven Turnaround-Situationen. Ganz im Gegenteil: Vorher sass er bei Nestlé, einer vom Erfolg gekrönten Gesellschaft, in einem samtigen Cockpit. War es der scheidende Verwaltungsrat, der den Vertrag von Corti derart konzipiert hat (möglicherweise um den eigenen reibungslosen Abgang zu erleichtern) oder war es Mario Corti selber, der eine Vorauszahlung verlangt hat?

# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

## Mysterium Corti

Mario Corti ist ein Mysterium. Kein CEO hat es vor ihm geschafft, sowohl beim ersten wichtigen öffentlichen Auftritt (Generalversammlung 2001) als auch bei seinem Abgang (Prozess 2007) beim Publikum Applaus zu ernten. Die Frage sei trotzdem erlaubt: Wofür eigentlich? Von der alten SAirGroup ist in der Schweiz nicht mehr viel übrig geblieben und Geschädigte gibt es viele.

## Liquidationsverfahren: Ohne Leidenschaft

### Im Zeitlupentempo

Die Gläubiger haben immer noch keinen Rappen aus der SAirGroup-Liquidation erhalten; dies, obschon bereits Ende 2002 Aktiven im Umfang von CHF 1.57 Mrd. im Liquidationsstatus aufgeführt waren. Die flüssigen Mittel alleine beliefen sich auf fast CHF 1 Mrd. Weshalb verzögern sich die Auszahlungen? Hängt es mit einer falsch verstandenen schweizerischen Perfektion zusammen?

### Please, wake up!

Hinter uns liegt eine der stärksten Börsenrallye aller Zeiten, doch das Geld wurde nicht speditiv an die Gläubiger mit unbestrittenen Forderungen ausbezahlt: Nein, das Vermögen schlummerte während den goldenen Börsenjahren tief verzinst vor sich hin. Die Geschädigten hätten in dieser Zeit auf einer Liquidationsausschüttung eine sehr erfreuliche Rendite erzielen können. Der Schweizer Aktienindex SMI ist seit dem Börsentief im März 2003 um satte 150% gestiegen. Es ist jetzt endlich an der Zeit Nägel mit Köpfen zu machen und eine erste Nachlassdividende auszuschütten. Oder gibt es einen guten Grund zuzuwarten?

### Unglückliches Timing

Während auf der einen Seite die Auszahlung einer Nachlassdividende von unzähligen Verzögerungen gekennzeichnet ist, wurden auf der anderen Seite viele Betriebsgesellschaften der zusammengebrochenen SAirGroup (zu) schnell verkauft. Im Nachhinein müssen wir feststellen, dass der Zeitpunkt für die Verkäufe – notabene im Nachlassverfahren und nicht im Konkursverfahren – für die Gläubiger nicht optimal war. Das Abstossen von Vermögenswerten in den Jahren 2002 und 2003 zu Ausverkaufspreisen kommt aus heutiger Perspektive regelrechten «Firesales» gleich. Ob und wie in einem anderen Fall allenfalls mehr Wert realisiert werden kann, z.B. dank so genannten «Brückenfinanzierung

gen oder anderen kreativen Strategien, dürfte deshalb in Zukunft vermehrt die Theorie und Praxis beschäftigen. Fakt ist, dass der Wert zahlreicher früherer SAirGroup-Beteiligungen im Zuge der Konjunkturerholung stark gestiegen ist (Bsp. SWISS). Das Timing für die Verkäufe war nicht ideal; auch wenn der Handlungsspielraum für Alternativen sicherlich sehr eng war. Mit dem Zuwarten bei den Liquidationsauszahlungen machen die Liquidationsorgane unnötigerweise einen neuerlichen Timing-Fehler.

### «Swiss Way of Liquidation»

Ohne Zähne kein Biss! Oder anders ausgedrückt: Auch in Liquidationsverfahren spielt die Strategie des Liquidators eine wichtige Rolle. Ein gutes Beispiel liefert der (Skandal-)Insolvenzfall Parmalat in Italien. Dort hat der einstige Insolvenzverwalter und heutige CEO (!) der neuen Parmalat, Enrico Bondi, von Anfang an kräftig auf den Tisch gehauen und gesagt, was Sache ist. Er hat den involvierten Parteien Zähne gezeigt und mit seiner temperamentvollen Art für die Gläubiger prompt sehr erfolgreich hohe Geldsummen erkämpft. Im Fall der Swissair ist hingegen von «clean» und «korrekt» die Rede; sei es bei den Verhören der Staatsanwaltschaft, der persönlichen Befragung vor Gericht oder den Auftritten der Liquidatoren.

### «Meh Dräck»!

Diese Nüchternheit hat nicht nur etwas Langweiliges an sich (das darf kein Kriterium sein). Sie scheint aber irgendwie auch eine Erfolglosigkeit nach sich zu ziehen! Dies gilt auch für den Gläubigerausschuss, deren Mitglieder leider nicht oder kaum in Erscheinung treten. Etwas mehr Farbe und Lebendigkeit würden nicht schaden. Mit den Worten der Schweizer Rockmusik-Legende Chris von Rohr ausgedrückt, wünschen wir etwas «Meh Dräck» im Sinne von mehr Leidenschaft im Liquidationsverfahren!

### Betriebsrechnung wünschenswert

Es wäre begrüssenswert, wenn die nächsten Jahresberichte (Gläubiger-Zirkulare) um eine einfache Betriebsrechnung ergänzt würden. Es interessiert die Gläubiger, welche Arbeiten im Nachlassverfahren welchen finanziellen Aufwand verursachen und welcher Ertrag auf dem angehäuften Vermögen erwirtschaftet wird.

### Special Situation Funds bauen auf

Kurz vor dem erstinstanzlichen Entscheid im Strafverfahren gingen bei den Gläubigern verschiedene Kaufofferten aus London und New York von Special Situation Funds ein. Die gebote-

# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

nen Kurse für einen Forderungsübertrag (Zession) lagen zwischen 10.25% und 10.75%. Wir werten es positiv, dass die Gläubiger nach einer langen Phase des Wartens die Möglichkeit erhalten, ihre illiquide Forderungen liquide machen zu können. Allerdings lohnt sich bei einer Verkaufsabsicht der Vergleich mit den Notierungen an der Schweizer Börse SWX. Die Spanne der Geld-/Briefkurse bei den gehandelten Anleihen ist schon seit längerem sehr hoch: ~10.40% (Geldkurs) und ~12.00% (Briefkurs). Das Interesse von Special Situation Funds war in der Vergangenheit ein gutes Zeichen: In den meisten Fällen lagen die effektiv generierten Rückgewinnungsquoten aus den ordentlichen Liquidationsverfahren über den einst von den Special Situation Funds angebotenen Beträgen. Aufgrund ihrer einschlägigen Erfahrung mit anderen Insolvenzfällen können Special Situation Funds positiv auf das jeweilige Liquidationsverfahren einwirken.

## Pensionskassen bauen ab

Zahlreiche Institutionelle wie z.B. Pensionskassen sollen ihre SAirGroup-Forderungen bereits angegliedert haben. Im Fachjargon ist von «Cleaning the Books» die Rede. Die Portfolio-manager sind froh, die SAirGroup-Positionen nicht mehr auf den Büchern zu haben und die komplexen Verfahren weiterverfolgen zu müssen (leider verzichten sie damit auch auf einen Aufbau von Know-how). In den meisten Fällen wurden die SAirGroup-Positionen bereits abgeschrieben. Mit dem Verkauf erscheint der Insolvenzfall nicht mehr auf der (schwarzen) Liste der Investments. Nichts erinnert mehr an falsche oder ungeschickte Investitionsentscheide. Vielmals spielt der angebotene Preis für den Verkaufsentscheid der Pensionskassen-Manager nur noch eine untergeordnete Rolle, was wiederum Tür und Tor für Insidergeschäfte (im weiteren Sinn) und Kickback-Zahlungen öffnet. Die Forderungszession ist ein sehr diskreter Weg, der häufig an den regulierten Börsen vorbei führt.

## Die Krux mit den Liquidationsschätzungen

Die letztmals vom Liquidator gemachte Schätzung zur Nachlassdividende liegt bei maximal 12.7%, sofern alle eingereichten Kollokationsklagen erfolgreich abgewehrt werden können und nur 25% der ausgesetzten Forderungen anerkannt werden müssen. Sollten dagegen alle noch hängigen Klagen gutgeheissen und alle ausgesetzten Forderungen anerkannt werden, beträgt die Minimaldividende 5.1%. Somit liegt die «offizielle» Spannbreite für eine Nachlassdividende zwischen 5.1% und 12.7%. Aus den recht hohen Börsen-

kursen und den Angeboten der Special Situation Funds – verglichen mit der kommunizierten Spannweite zur Nachlassdividende – lässt sich ableiten, dass es sich bei letzteren nicht um standardnormal verteilte oder gleich verteilte Renditeerwartungen handelt. Auf den Punkt gebracht bedeutet dies nichts anderes, als dass die am besten informierten/involvierten Personen, wie beispielsweise der Liquidator Karl Wüthrich, ziemlich genau wissen, bei welcher Rendite die Eintrittswahrscheinlichkeit ungemein hoch sind und bei welcher extrem klein. In Insolvenzfällen kann die Informationsasymmetrie unter den Betroffenen sehr hoch sein. Auch Investoren wie die Special Situation Funds machen sich selbstverständlich Überlegungen zum möglichen Liquidationsverlauf und den einzelnen Rendite-Wahrscheinlichkeiten. Nur: Im (Kauf-)Gespräch mit den Gläubigern argumentieren sie nicht mit diesen Zahlen. Vielmehr halten sie sich an die offizielle Kommunikationslinie des Liquidators bzw. dessen Aussagen zu den Eckwerten der erwarteten Nachlassdividende; nämlich 5.1% (Minimum) und 12.7% (Maximum). Die Angebote der Special Situation Funds von etwa 10.5% wirken dann sehr attraktiv.

## Bedeutungsvolles Erwartungsmanagement

Weil, wie oben erwähnt, die Wahrscheinlichkeit eines Liquidationserlöses von 5.1% nicht gleich hoch ist, wie diejenige von 12.7% ist es sehr wichtig, dass der Liquidator Karl Wüthrich alle Gläubiger regelmässig auf den aktuellen Stand der Dinge setzt. Ansonsten ist es sehr gut möglich, dass eine vermeidbar grosse Informationsasymmetrie Auslöser von Verkäufen (Forderungszessionen) ist, die bei besserer Informationslage nicht stattfinden würden. Es liegt auf der Hand, dass gewiefte Investoren versuchen Zusatzinformation zu erhalten, um das Informationsgefälle gezielt für sich auszunutzen. Dem kann mit einer guten Informationsstrategie der Liquidationsorgane entgegen getreten werden. Überaus problematisch wäre es, wenn die Aussagen zur geschätzten Nachlassdividende über einen langen Zeitraum «künstlich» tief gehalten würden. Ob dies im Nachlassverfahren der SAirGroup so, können wir nicht beurteilen.

## Problematik Insiderwissen

Leider wird in den Analyseabteilungen der Banken seit längerem nur noch sehr wenig zum Fall SAirGroup publiziert. Denken Sie nun aber nicht, dass kein Research betrieben wird. Es ist lediglich so, dass die Einschätzungen in den meisten Fällen nicht veröffentlicht bzw. breit gestreut werden. Vielmehr setzen die verschiedenen Akteure ihre Erkenntnisse für ihre Partikularinteressen ein. Ein sympathisch tönender New Yorker Investor, den ich nur vom Telefon/E-Mail im Zusammenhang mit den erwähn-

## SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

ten Kaufofferten her kenne, teilte mir beiläufig mit, dass er zum Zeitpunkt des Strafprozessauftaktes bei Karl im Büro gesessen habe. Hatten Sie als Gläubiger schon einmal eine Audienz bei Karl Wüthrich, dem Terminator? Ich wüsste zu gerne, wer in Küsnacht, dem Domizil von Wenger Plattner, eingeht und mit welcher Information wieder rauskommt. Wir müssen uns bewusst sein und Gewähr bieten, dass auch in Liquidationsverfahren absolut sauber gearbeitet wird und keine Insiderdelikte (im weiteren Sinne) in irgendeiner Art und Weise begünstigt werden.

Zudem sehen die SWISS-Flugzeuge mit dem grossen Schweizer Kreuz auf der Heckflosse den früheren Swissair-Jets zum Verwechseln ähnlich. Und die in den Medien geschaltete Werbung ist praktisch identisch mit den Werbekampagnen der einstmals stolzen Swissair. Urteilen Sie selbst? In der linken Spalte ist ein Werbeplakat der Swissair (2001) und unten ein Ausschnitt aus der aktuellen Werbung der SWISS (2007) abgebildet.

### Spitzenmarke Swissair



In den Zirkularen an die Gläubiger ist zum Thema Markenrechte nicht mehr viel zu lesen. Wie intensiv und professionell wurden die Markenrechte wahrgenommen und wie ist der aktuelle Stand der Dinge? Auch in Sachen Markenrechte gehen wir von Informationsasymmetrien aus. Der Wert der Marke Swissair ist vor einigen Jahren auf etwa CHF 500 Millionen geschätzt worden. Die Fluggesellschaft SWISS wurde ihrerseits 2005 zu einem Discount-Preis an die deutsche Lufthansa verkauft. Je nach Entwicklung des so genannten Besserungsscheins (Option auf die Entwicklung der Lufthansa-Aktien relativ zu ausgewählten Konkurrenzfirmen) liegt der Kaufpreis zwischen EUR 47 Mio. und EUR 300 Mio. Heute beziffern Experten den Marktwert der SWISS auf beachtliche CHF 3 Milliarden.

Was ist aus der Spitzenmarke Swissair geworden? Wir sind der Meinung, dass die SWISS der Swissair bzw. den Gläubigern der SAirGroup noch was schuldet. Die Markenanlehnung der SWISS an die Swissair könnte nicht grösser sein. Allein die Marken- und Firmennamen SWISS und Swissair sind für die Konsumenten kaum zu unterscheiden.



# SAirGroup Holding AG in Nachlassliquidation

9. Juli 2007

## Die Lehren aus dem Fall SAirGroup

### Interessen der Bondholder in Unternehmensstrategie mitberücksichtigen

Wann und auf welche Art haben die Angeklagten die Interessen der Obligationäre (Finanzielle Stakeholder) in ihren Entscheidungen berücksichtigt? Als Entwickler des Konzeptes Bondholder Value<sup>®</sup> haben wir uns vom Strafprozess eine Antwort auf diese Frage erhofft. Leider haben wir diesbezüglich keine neuen Hinweise erhalten: Unser Eindruck verdichtet sich, dass die Führungsmannschaft der SAirGroup Anleihenobligationen nur als Mittel zum Zweck nach ihrem Belieben einsetzte, ohne die Obligationäre in ihrer wichtigen Rolle als Investoren anzuerkennen! Es ist daher wenig erstaunlich, dass das Management weder die Interessen der Bondinvestoren kannte noch sich für sie einsetzte. Das ist für uns die wichtigste Erkenntnis im Insolvenzfall der SAirGroup. Es unterstreicht die Notwendigkeit für Bondinvestoren genauestens zu prüfen, in welches Nest sie ihre Eier legen bzw. welchem Schuldner sie ihr Geld anvertrauen wollen! Auch in einer umfassenden Betrachtungsweise scheint, dass die Interessen der einzelnen Stakeholdergruppen vom SAirGroup-Management ungenügend berücksichtigt und ausbalanciert wurden. Das Führungsteam der SAirGroup hat die Bondholder im wahrsten Sinne des Wortes im Regen stehen lassen und sich selber überlassen. Nur wenige Jahre nach dem Swissair-Grounding – während der grossen Börsenbaisse – sahen sich nicht wenige namhafte Firmen gezwungen, mittels Kapitalerhöhung ihre Solidität und Liquidität zu verbessern: Sie haben den Turnaround erfolgreich gemeistert und das Vertrauen ihrer Bondholder/Stakeholder mit den richtigen Massnahmen zurückgewonnen. Der Niedergang der SAirGroup war keine schöpferische Zerstörung à la Joseph A. Schumpeter, denn die wesentlichen Unternehmensbestandteile leben in verblüffend ähnlicher Form weiter. Allerdings ist der Liquidationsprozess mit einem kreativen Akt verbunden: Im Zuge der Insolvenz wurde die handlungsunfähige SAirGroup-Führungsmannschaft auf unorthodoxe Art und Weise ihrer Funktionen enthoben. Ein Kiosk-Aushangplakat einer renommierten Schweizer Finanzzeitung erinnert uns an das Versprechen von Mario Corti im Jahre 2001: «Aktionäre sollen profitieren». Hätte die Unternehmensspitze dem Risikoaspekt mehr Bedeutung geschenkt und ein besseres Gehör für die Wünsche und Interessen der Bondinvestoren gehabt, hätte sich das Debakel wahrscheinlich verhindern lassen. Und man lese und staune: Auch die Aktionäre hätten profitiert!